

Media Riset Bisnis & Manajemen
 Vol. 20 No. 2, September 2020 : 107-114
 Doi: <http://dx.doi.org/10.25105/mrbm.v20i2.7479>

ISSN: 2442 - 9716 (online)
 ISSN: 1411 - 884X (print)

KEBIJAKAN STRUKTUR MODAL DAN KINERJA PERUSAHAAN PROPERTI DAN REAL ESTATE INDONESIA

Dwi Hartini Rahayu

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Trisakti
 dwihartini@trisakti.ac.id

Abstrak

Tujuan: Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh struktur modal terhadap kinerja perusahaan property dan real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia

Desain/Metodologi/Pendekatan Data yang digunakan adalah data dari perusahaan property dan real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2011-2018 untuk mengukur rasio hutang (leverage), dan kinerja berbasis akuntansi (ROA dan ROE) dan kinerja berbasis pasar (Tobin's Q). Regresi data panel digunakan untuk mengetahui pengaruh struktur modal terhadap kinerja perusahaan.

Hasil Penelitian: Struktur modal berpengaruh negatif terhadap ROA dan berpengaruh positif terhadap Tobin's Q. Tidak ditemukan adanya pengaruh struktur modal terhadap ROE.

Keterbaruan/Nilai: Penelitian ini tidak hanya menggunakan kinerja berbasis akuntansi (ROA dan ROE) tetapi juga menggunakan pengukuran kinerja berbasis pasar (Tobin's Q).

Abstract

Propose This study aims to examine the effect of capital structure on the performance of property and real estate companies listed on the Indonesia Stock Exchange

Design/Methodology/Approach The data used is data from property and real estate companies listed on the Indonesia Stock Exchange during 2011-2018 to measure debt ratios (leverage), and accounting-based performance (ROA and ROE) and market-based performance (Tobin's Q) Panel data regression is used to determine the effect of capital structure on company performance

Hasil Penelitian The capital structure has a negative effect on ROA and has a positive effect on Tobin's Q. No effect of capital structure was found on ROE

Keterbaruan/Nilai This research not only uses accounting-based performance (ROA and ROE) but also uses market-based performance measurement (Tobin's Q).

Keywords: Capital Structure; Firm Performance; Panel Data.

Submission date: 2020-12-10

Accepted date: 2020-12-18

Corresponding author

PENDAHULUAN

Keputusan untuk membuat kombinasi yang tepat antara hutang dengan ekuitas menjadi tantangan tersendiri bagi manajer. Sebelum membuat keputusan, manajer harus melakukan evaluasi terhadap biaya serta manfaat dari sumber pendanaan yang tersedia dengan tetap memperhatikan kesejahteraan para pemegang saham. Oleh karena itu, keputusan struktur

modal yang optimal akan tercapai ketika kombinasi tersebut memberikan dampak pada peningkatan harga saham perusahaan.

Pada perusahaan perseroan terbatas, perusahaan dapat menambah modal dengan cara menerbitkan saham baru atau menambah hutang. Pemegang saham merupakan pemilik perusahaan yang memiliki kepentingan terhadap keberlangsungan perusahaan dimasa mendatang. Sedangkan kreditor berkepentingan terhadap pemenuhan kewajiban perusahaan dalam melakukan pembayaran hutang pada saat jatuh tempo. Dalam segi biaya, hutang lebih murah dibandingkan ekuitas. Terlebih lagi, biaya bunga yang timbul dari hutang dapat memberikan keuntungan berupa pengurangan pajak. Namun, pembiayaan hutang mempunyai risiko yang lebih besar dibanding ekuitas. Perusahaan yang menyukai hutang karena biayanya yang lebih murah, terkadang membuat keputusan untuk mendanai semua investasi dengan menggunakan hutang. Tidak jarang untuk manajer yang agresif dalam berinvestasi, memilih proyek yang sebenarnya tidak menguntungkan dan secara berlebihan menggunakan hutang pada akhirnya meningkatkan risiko kebangkrutan.

Pada pasar yang efisien, tidak ada pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan (Modigliani & Miller, 1958). Dalam teori MM ini, pasar yang efisien adalah pasar yang sempurna dimana tidak ada biaya pajak maupun biaya transaksi serta terbukanya akses informasi. Namun kenyataannya, perusahaan harus menanggung biaya pendanaan yang besar sebagai akibat adanya biaya transaksi, konflik kepentingan antara pemilik modal dengan manajer, perbedaan informasi yang dimiliki oleh manajer dengan investor, serta kemungkinan terjadinya kebangkrutan karena risiko keuangan yang tinggi dan kewajiban untuk membayar pinjaman.

Penelitian mengenai dampak struktur modal terhadap kinerja menemukan hasil bahwa struktur modal berpengaruh terhadap kinerja perusahaan namun memiliki tanda yang berbeda. Untuk kinerja perusahaan yang diukur oleh ROA, struktur modal memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja (Birru, 2016; Nwude et al., 2016). Tidak hanya dengan ROA, struktur modal yang diukur oleh rasio hutang juga berpengaruh terhadap ROE (Muritala, 2012) dan Tobin's Q (Salim & Yadav, 2012; Soumadi & Hayajneh, 2012). Pengaruh negatif *leverage* terhadap ROA disebabkan karena adanya konflik keagenan perusahaan yang mengalami kelebihan hutang dan berdampak pada buruknya kinerja keuangan perusahaan. Selain itu, hubungan negatif ini juga kemungkinan terjadi karena buruknya penilaian kreditor pada saat pengajuan kredit (Nguyen & Nguyen, 2015). Sedangkan Soumadi dan Hayajneh (2012) berpendapat bahwa pengaruh negatif leverage terhadap ROE dan Tobin's Q disebabkan karena para kreditor memanfaatkan hutang sebagai sarana untuk mengendalikan perusahaan dengan memberikan batasan-batasan agar manajer dapat mengelola perusahaan dengan baik. Batasan yang dilakukan oleh kreditor antara lain dengan mensyaratkan perusahaan membayar bunga yang tinggi, membatasi hingga mencegah pembayaran dividen, serta melarang perusahaan untuk menambah hutang baru selama periode waktu tertentu. Namun pada kenyataannya, manajer memberikan kinerja yang buruk sehingga menurunkan keuntungan perusahaan.

Ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan (Nwude et al., 2016; Salim & Yadav, 2012; Soumadi & Hayajneh, 2012; Muritala, 2012). Hasil ini memberikan bukti bahwa skala ekonomis dan strategi diversifikasi investasi yang diterapkan oleh perusahaan besar memberikan dampak pada keuntungan yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan kecil. Perusahaan besar memiliki keunggulan dibandingkan perusahaan

kecil karena adanya kekuatan pasar, tercapainya skala yang ekonomis serta pengalaman yang lebih baik dalam pasar. Dengan keunggulan-keunggulan tersebut perusahaan besar dapat meningkatkan keuntungan sehingga dapat memberikan kepastian *return* kepada para pemegang saham (Pervan dan Visic, 2012). Pada penelitian yang lain, ditemukan adanya pengaruh negative terhadap kinerja yang diukur oleh Tobin's Q (Chadha & Sharma, 2015). Dengan kata lain, perusahaan besar justru memiliki kinerja pasar yang buruk. Hasil yang berlawanan ini kemungkinan disebabkan adanya dampak resesi selama periode penelitian.

Penelitian Ani (2014) terhadap tiga sektor industri di Oman yaitu industri makanan, konstruksi, dan petrokimia. Hasil penelitiannya adalah ditemukan adanya pengaruh total aset dan fixed aset terhadap profitabilitas (ROE). Hasil ini membuktikan bahwa investasi pada fixed aset di industri ini akan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham perusahaan. Hasil ini berbeda dengan yang ditemukan pada industri makanan dan konstruksi. Struktur aset pada kedua industri ini tidak berdampak pada kesejahteraan pemegang saham.

Beberapa penelitian menunjukkan adanya pengaruh positif rasio perputaran aset terhadap kinerja. Muritala (2012) menemukan bahwa perputaran aset berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan

METODE PENELITIAN

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh struktur modal terhadap kinerja perusahaan. Data dikumpulkan dari laporan keuangan perusahaan pada sektor property dan real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2011-2018. Adapun variabel terikat yang digunakan adalah kinerja perusahaan yang diukur melalui dua pendekatan, yaitu *accounting based* (ROA dan ROE) dan *market based* (Tobin's Q). Perusahaan yang dipilih harus memiliki laporan keuangan yang lengkap selama tahun pengamatan.

$$ROA = \frac{\text{Earnings Available for Common Stockholders'}}{\text{Total Assets}}$$

$$ROE = \frac{\text{Earnings Available for Common Stockholders'}}{\text{Total Common Equity}}$$

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Market Capitalization} + \text{Book Value of Debt}}{\text{Total Assets}}$$

Variabel bebas dalam penelitian ini adalah *debt-to-equity ratio*, yaitu perbandingan antara total hutang dengan total ekuitas.

$$DER = \frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Total Equity}}$$

Tiga variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini adalah, ukuran perusahaan, *asset tangibility* dan *asset turnover*.

$$\text{Size} = \text{Total Assets}$$

$$\text{Tangibility} = \frac{\text{Fixed Assets}}{\text{Total Assets}}$$

$$\text{Turnover} = \frac{\text{Sales}}{\text{Total Assets}}$$

Model persamaan yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$\text{ROA}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{DER}_{it} + \beta_2 \text{Size}_{it} + \beta_3 \text{Tangibility}_{it} + \beta_4 \text{Turnover}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$\text{ROE}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{DER}_{it} + \beta_2 \text{Size}_{it} + \beta_3 \text{Tangibility}_{it} + \beta_4 \text{Turnover}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$\text{Tobin's } Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{DER}_{it} + \beta_2 \text{Size}_{it} + \beta_3 \text{Tangibility}_{it} + \beta_4 \text{Turnover}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 1 menunjukkan bahwa secara umum, kinerja perusahaan properti dan real estate di Indonesia masih relatif rendah dengan nilai rata-rata ROA yang hanya sebesar 5,13 persen dan ROE 8.96 persen. Berbeda dengan sektor lainnya yang memiliki pola produksi serta penjualan yang relative konstan, sektor properti dan real estate memiliki penjualan yang fluktuatif. Pada saat perusahaan menawarkan properti atau produk perumahan baru maka penjualan pada tahun tersebut akan meningkat tajam, namun menurun di tahun-tahun berikutnya. Tidak mengherankan jika berdasarkan table nilai maksimum dan minimum memiliki jarak yang sangat jauh berbeda. Perbedaan nilai ini menyebabkan heterogenitas data sangat besar. Selama tahun 2011-2018 pasar masih menilai baik sektor property dan real estate. Walaupun sejak tahun 2015 properti di Indonesia mengalami stagnansi, namun para investor masih percaya bahwa sektor ini akan mengalami potensi pertumbuhan yang baik dimasa mendatang. Kepercayaan investor ini yang kemudian membuat investor menilai perusahaan lebih tinggi daripada nilai bukunya sehingga rata-rata nilai Tobins Q sebesar 1,25.

Penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan masih relative lebih rendah dibandingkan dengan ekuitas dengan nilai rata-rata sebesar 0,73. Namun ada perusahaan-perusahaan yang memiliki nilai DER yang sangat tinggi yang juga berarti risiko yang dihadapi perusahaan tersebut juga sangat tinggi. Nilai *tangibility* menunjukkan besarnya aset tetap yang dimiliki perusahaan, dengan nilai rata-rata sebesar 0,17 yang berarti penggunaan aset tetap perusahaan sangat kecil. Hal ini dikarenakan perusahaan property dan real estate lebih banyak berinvestasi pada aset tetap yang akan dijual kembali, seperti tanah, investasi properti atau unit properti perumahan yang belum terjual atau masih dalam proses. Efisiensi penggunaan aset juga sangat rendah dengan nilai rata-rata dari *turnover* sebesar 0,2.

Table 1
Statistik Deskriptif

	ROA	ROE	TOBINS	DER	SIZE	TANGIBILITY	TURNOVER
Mean	5.13	8.96	1.19	0.75	7.50	0.17	0.20
Median	4.23	7.84	1.01	0.62	3.65	0.05	0.21
Maximum	35.89	52.43	5.40	3.70	52.10	6.90	0.52
Minimum	-10.26	-27.17	0.01	0.01	0.07	0.00	0.00
Std. Dev.	6.15	10.45	0.78	0.56	9.70	0.66	0.10
Observations	304	304	304	304	304	304	304
Cross sections	38	38	38	38	38	38	38

Tabel 2 berisi hasil uji pemilihan model estimasi untuk ketiga model persamaan. Sebelum uji hipotesis dilakukan, terlebih dahulu dilakukan pengujian untuk memilih model yang terbaik. Pertama, uji Chow memberikan hasil nilai probabilitas Chi-Square untuk ketiga model persamaan lebih kecil dari 0,05 sehingga disimpulkan bahwa antara *common effect model* dan *fixed effect model*, model yang terpilih adalah *fixed effect model* yang artinya ada perbedaan individu. Selanjutnya uji Hausman memberikan hasil nilai probabilitas Chi-Square untuk ketiga model persamaan lebih besar dari 0,05 sehingga disimpulkan bahwa antara *random effect model* dan *fixed effect model*, model yang terpilih adalah *random effect model*. Oleh karena itu, model yang terbaik untuk estimasi ketiga model adalah *random effect model*.

Tabel 2
Uji Pemilihan Model

Model	Chow Test		Hausman Test		Kesimpulan
	Chi-Square	Prob.	Chi-Square	Prob.	
1 ROA	189,9932	0,0000	3,9067	0,4188	Random Effect Model
2 ROE	181,1889	0,0000	5,8339	0,2119	Random Effect Model
3 Tobins Q	302,4496	0,0000	2,6150	0,6242	Random Effect Model

Tabel 3 merupakan tabel hasil uji regresi data panel. Pada Model 1, ditemukan adanya pengaruh negatif DER terhadap kinerja keuangan yang diukur oleh ROA. Perusahaan yang menggunakan banyak menggunakan hutang akan menanggung biaya yang lebih tinggi sehingga akan menurunkan profitabilitas perusahaan. Lebih lanjut, pengaruh negatif ini mengindikasikan adanya konflik keagenan dimana manajer dengan kepentingannya memaksa untuk berinvestasi pada proyek yang tidak menguntungkan dengan menggunakan hutang sehingga perusahaan mengalami kelebihan hutang dan berakibat pada memburuknya kinerja perusahaan (Nguyen & Nguyen, 2015).

Pada Model 2, tidak ditemukan adanya pengaruh DER terhadap kinerja perusahaan yang diukur oleh ROE. Keputusan pendanaan yang dilakukan perusahaan untuk menggunakan hutang tidak dapat menjelaskan pengembalian pemegang saham atas dana yang ditanamkan di perusahaan. Begitu pula pada Model 3 juga tidak ditemukan adanya pengaruh struktur modal terhadap kinerja pasar yang diukur oleh Tobin's Q. Kebijakan perusahaan menggunakan hutang sebagai alternatif pembiayaan tidak memberikan dampak terhadap nilai perusahaan di pasar.

Asset turnover berpengaruh positif terhadap kinerja baik itu kinerja akuntansi yang diukur oleh ROA dan ROE maupun kinerja pasar yang diukur oleh Tobin's Q. Aset yang dikelola secara efisien memberikan dampak penurunan biaya sehingga profit mengalami peningkatan. Selain itu, perusahaan yang beroperasi secara efisien mendapatkan penilaian yang baik dari investor sehingga nilai perusahaan juga mengalami peningkatan.

Table 3
Hasil Regresi Data Panel Random Effect Model

Variabel Independen	ROA	ROE	Tobins Q
C	-0.3849	-2,4801	0,8111
DER	-2.4261 ***	0,0130	0,1277
Size	0.0213	-0,0125	-0,0053
TANGIBILITY	0.4310	0,3624	0,0064
TURNOVER	34.3808 ***	55,327 ***	1,5949 ***
Adjusted R ²	0,2804	0,2531	0,0557
F-Stat	30,5231 ***	26,6790 ***	5,4692 ***

KESIMPULAN

Keputusan pendanaan merupakan salah satu keputusan yang menjadi tantangan tersendiri bagi perusahaan. Dengan biaya yang lebih murah dibandingkan dengan ekuitas menjadikan hutang lebih disukai sebagai pilihan sumber pendanaan. Padahal di sisi lain, hutang yang tinggi akan meningkatkan risiko perusahaan. Pada sektor properti dan real estate, penggunaan hutang mempunyai pengaruh negative terhadap kinerja perusahaan. Hutang yang tinggi mengakibatkan beban untuk membayar bunga pinjaman juga semakin besar. Selain itu, kegagalan manajer dalam mengambil keputusan untuk menerima proyek-proyek yang menguntungkan menimbulkan konflik keagenan yang pada akhirnya meningkatkan biaya dan menurunkan profitabilitas perusahaan manajer (Nguyen dan Nguyen, 2015).

Efisiensi penggunaan aset berpengaruh positif terhadap kinerja. Perusahaan dengan perputaran aset yang cepat akan memiliki kinerja yang semakin baik karena aset yang dimiliki dapat digunakan untuk menghasilkan pendapatan dan kemampuan untuk menghasilkan pendapatan ini akan direspon positif oleh para investor.

KETERBATASAN DAN SARAN

Dalam penelitian ini masih terbatas menguji pengaruh struktur modal terhadap kinerja, belum ada pembahasan yang lebih lanjut mengenai masalah keagenan yang memberikan dampak pada kinerja. Salah satu penyebabnya adalah pemisahan kepemilikan yang dapat terlihat dari besarnya konsentrasi kepemilikan. Semakin tinggi konsentrasi kepemilikan maka semakin baik kinerja perusahaan. Untuk mendapatkan pemahaman yang lebih baik mengenai konflik keagenan, penelitian selanjutnya dapat memasukkan variabel konsentrasi kepemilikan.

DAFTAR PUSTAKA

- Aliabadi, S; A. Dorestani, dan N. Balsara. 2013. The Most Value Relevant Accounting Performance by Industry. *Journal of Accounting and Finance*, Vol 3(1): 22-34
- Al-Matari, E. M; A. K. Al-Swidi, dan F. H. Bt Fadzil. 2014. The Measurements of Firm Performance's Dimensions. *Asian Journal of Finance and Accounting*, Vol 6(1): 24-49
- Birru, M. W. (2016). The Impact of Capital Structure on Financial Performance of Commercial Banks in Ethiopia. *Global Journal of Management and Business Research : C Finance*, 16(8), 42-52.

- Chadha, S; dan A. K. Sharma. 2015. Capital Structure and Firm Performance” Empirical Evidence from India. *Vision* Vol 19(4) : 295-302
- Dewi, P. Y. S; G. A. Yuniarta, dan A. W. W. T. Atmaja. Pengaruh Struktur Modal, Pertumbuhan Perusahaan dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan LQ 45 di BEI Periode 2008-2012. *e-Journal S1 Ak Universitas Pendidikan Ganesha Jurusan Akuntansi S1*, Vol 2(1)
- Moghim, A; A. S. Taran, A. F. Yazdi, dan S. D. Harati. 2014. The Impact of Implementing Accounting Standards 30 and 31 on the Financial Performance on the Firms Listed on the Tehran Stock Exchange. *Advances in Environmental Biology*, Vol 8(12): 14-23
- Muritala, Taiwo Adewale. 2012. An Empirical Analysis of Capital Structure on Firms’ Performance in Nigeria. *International Journal of Advances in Management and Economics*, Vol 1(5): 116-124
- Nguyen, T; dan H. C. Nguyen. 2015. Capital Structure and Firms’ Performance: Evidence from Vietnam’s Stock Exchange. *International Journal of Economics and Finance*, Vol 7(12): 1-10
- Nwude, E. C; I. O. Itiri, B. O. Agbadua, dan S. N. Udeh. 2016. The Impact of Debt on Firm Performance: Empirical Evidence from Nigerian Quoted Firms. *Asian Economic and Financial Review*, Vol 6(11): 647-660
- Okoro, K; J. Aduda, dan N. Omoro. 2015. The Effect of Corporate Governance and Capital Structure on Performance of Firms Listed at the East African Community Securities Exchange. *European Scientific Journal*, Vol 11(7): 517-546
- Panigrahi, S. K; Y. Zainuddin, dan A. Azizan. 2014. Comparing Traditional and Economic Performance Measure for Creating Shareholder’s Value: A Perspective from Malaysia. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance dan Management Sciences*, Vol 4(4): 280-289
- Pervan, M; dan J. Visic. 2012. Influence of Firm Size on It’s Business Success. *Croatian Operational Research Review*, Vol 3: 213-223
- Pouraghajan, A; E. Malekian, M. Emamgholipour, V. Lotfollahpour, dan M. M. Bagheri. 2012. The Relationship between Capital Structure and Firm Performance Evaluation Measures: Evidence from the Tehran Stock Exchange. *International Journal of Business and Commerce*, Vol 1(9): 166-181
- Rouf, Md. Abdur. 2011. The Relationship Between Corporate Governance and Value of the Firm in Developing Countries: Evidence from Bangladesh. *The International Journal of Applied Economics and Finance*, Vol 5(3): 237-244
- Salim, M; dan R. Yadav. 2012. Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies. *Procedia- Social and Behavioral Sciences*, Vol 65: 156-166
- Seetanah, B; K. Seetah, K. Appadu, dan K. Padachi. 2014. Capital Structure and Firm Performance: Evidence from An Emerging Economy. *The Business and Management Review*, Vol 4(4): 185-196
- Soumadi, M. M; dan O. S. Hayajneh. 2012. Capital Structure and Corporate Performance: Empirical Study on the Public Jordanian Shareholding Firms Listed in the Amman Stock Market. *European Scientific Journal*, Vol 8(22): 173-189
- Xu, L; R. P. McIver, Y. G. Shan, dan X. Wang. 2015. Governance and Performance in China’s Real Estate Sector. *Managerial Finance*, Vol 42(6): 585-603

PROFIL SINGKAT

Korespondensi author : dwhartini@trisakti.ac.id